

El Cercle d'Economia, juntament amb CaixaBank Research, us ofereix cada mes una breu anàlisi de la situació econòmica global.

Les claus econòmiques del mes

Novembre 2023

El consum empeny l'economia espanyola

Oriol Aspachs, Director d'Economia Espanyola a CaixaBank Research

La situació al Pròxim Orient centra l'atenció. De moment, la incidència del conflicte continua sent localitzada, de manera que la resposta dels mercats ha estat moderada i no s'han observat moviments significatius als preus de les matèries primeres o fugides cap a actius refugi. No obstant això, les cotitzacions han continuat sent volàtils a causa de l'elevada incertesa de l'entorn, i del risc que una extensió del conflicte a més països tingués més repercussions sobre la producció i el trànsit comercial d'algunes matèries energètiques. Mentre que el preu del barril de Brent ha tingut un comportament d'anada i tornada, i va finalitzar el mes d'octubre sobre els nivells del començament del mes, el preu del gas natural (el TTF holandès) es va encarir fins a nivells de fa vuit mesos, però per raons no relacionades directament amb el conflicte entre Israel i Hamàs.

Debilitat a la zona de l'euro, resistència als Estats Units i la Xina. A la zona de l'euro, el PIB es va contraure un 0,1% en el 3T i les primeres dades del 4T

mostren que la debilitat roman, o fins i tot podria estar augmentant, al tram final de l'any. En canvi, als Estats Units el PIB va créixer un sorprenent 1,2% intertrimestral, duplicant amb escreix el ritme de creixement. Destaca particularment el dinamisme del consum privat, en aparença immune al tensionament de les condicions macro-financeres. També van créixer amb força el consum públic i la inversió residencial, cosa que suggereix que el dinamisme de l'economia americana és sòlid. A la Xina, el creixement va superar les expectatives i va avançar l'1,3% intertrimestral, també en part gràcies al dinamisme del consum privat. No obstant això, els riscos sobre el creixement econòmic del país persisteixen, sobretot per l'ajustament que està duent a terme el sector immobiliari.

Els bancs centrals es prenen una pausa, però adverteixen que mantindran la política restrictiva el temps que calgui. Després de més d'un any de pujades de tipus d'interès i del tensionament de les condicions financeres, la inflació de les principals economies avançades ja ofereix signes clars de refredament. Tot i que encara se situa per damunt dels nivells desitjables per part de les respectives autoritats monetàries, el fet que la desinflació hagi estat notable i sostinguda va ser clau perquè els principals bancs centrals decidissin posar en pausa el cicle de pujades de taxes en les darreres reunions. Tot i això, encara són lluny de donar per finalitzada la lluita contra la inflació i, en aquest sentit, van reiterar un biaix restrictiu i la intenció de mantenir els tipus alts per un bon temps. Així, el BCE i la Fed van deixar sense canvis els tipus d'interès. Per bé que la Fed va deixar la porta oberta a pujades addicionals atesa la fortalesa de l'economia nord-americana, els mercats financers van interpretar que les pauses posaven fi al cicle de pujades a banda i banda de l'Atlàntic i esperen que els tipus comencin a baixar durant el primer semestre del 2024 als Estats Units, i al voltant de l'estiu proper a la zona de l'euro.

El procés desinflacionista continua en marxa. Les xifres d'octubre ressalten la bona marxa del procés desinflacionista i reforcen la perspectiva que la inflació quedarà doblegada en el 3% els propers mesos. A la zona de l'euro, la inflació general es va situar en el 2,9% a l'octubre (vs. el 4,2% al setembre), una xifra millor del que projectava el consens d'analistes, mentre que la inflació nucli es va reduir 0,3 p. p. i

es va situar en el 4,2%. La caiguda d'octubre va reflectir un fort efecte base dels preus energètics (que van registrar una caiguda de l'11,1% interanual, desferent el tensionament energètic viscut a la tardor del 2022), però destaca el fet que en tota la resta de components també es va observar una desacceleració sostinguda de la inflació, com ara als béns industrials (-0,6 p. p.) i els serveis (-0,1 p. p.). Al conjunt de la zona euro no es veien nivells d'inflació tan baixos des de l'estiu del 2021. A més, aquestes bones xifres de l'octubre es veuen reforçades per les estimacions desestacionalitzades de l'IPCA que publica el BCE, que situen la inflació intermensual anualitzada en el -0,1% (general) i l'1,2% (nucli) a l'octubre. Als Estats Units, al setembre la inflació general ve romandre en el 3,7%, mentre que la inflació nucli va caure 2 dècimes, fins al 4,1%.

L'economia espanyola es desaccelera, llastada per la debilitat de la demanda externa. El PIB va créixer el 0,3% intertrimestral en el 3T 2023 (1,8% interanual), una dècima menys que el trimestre anterior i el menor ritme d'avanç des del 1T 2022, encara que l'economia espanyola ha mostrat un millor comportament que les grans economies europees. La demanda interna ha anat prenent el relleu de l'externa com a motor de creixement, especialment el consum privat, que, recolzant-se en la contenció de la inflació i la fortalesa del mercat laboral, ha recuperat finalment els nivells pre-pandèmia. En canvi, la demanda externa va restar 0,4 p. p. al creixement intertrimestral del PIB, ja que les exportacions van caure amb més intensitat que les importacions.

El consum empeny l'economia espanyola. Les últimes dades disponibles continuen oferint un missatge globalment positiu, tot i que s'aprecien alguns matisos importants. Segons el Monitor de consum en temps real de CaixaBank Research, la despesa presencial i *online* amb targetes de CaixaBank i els reintegraments van créixer el 3,8% interanual a l'octubre. Un ritme d'avanç notable, tot i que una mica inferior al 5,5% registrat en el 3T. Durant el pròxim any, és probable que el consum es consolidi com el principal suport de l'economia espanyola. D'una banda, alguns dels factors que han limitat la recuperació fins ara possiblement aniran de més a menys. La inflació, per exemple, hauria de consolidar una trajectòria descendent, i

els tipus d'interès de referència és probable que comencin a baixar a partir de mitjan 2024. En aquest context, l'euríbor a 12 mesos podria haver tocat sostre ja, i durant l'any vinent les expectatives de mercat suggereixen que podria moderar-se i tancar al voltant del 3%. Finalment, malgrat les dificultats del moment, la posició financera de les famílies es troba menys tensionada del que s'esperava fa uns trimestres. La renda bruta disponible de les famílies va registrar una taxa de creixement històrica en el segon trimestre, i la taxa d'estalvi es va situar per damunt del 10% de la renda de les llars.

El mercat laboral es va comportar en el 3T millor del que s'esperava, però mostra senyals de debilitat a l'octubre. Les dades de l'EPA del 3T 2023 han sorprès positivament pel notable augment dels ocupats i de la població activa. L'ocupació va augmentar en 209.100 persones, una xifra que millora els registres de l'any passat (+77.700) i de la mitjana dels 3T del 2014-2019 (+174.800). Amb aquesta dada, la taxa d'ocupació (percentatge d'ocupats sobre la població de 20 a 64 anys) arriba a màxims històrics i se situa en el 71,4%. No obstant això, les dades d'octubre suggereixen que el ritme de creació d'ocupació s'estaria debilitant al tram final de l'any.

La inflació general frena l'escalada que va iniciar a l'estiu i es manté en el 3,5% a l'octubre. D'altra banda, la inflació subjacent (exclou energia i elements no elaborats) es va moderar considerablement, al situar-se en el 5,2% (vs. el 5,8% el setembre), la caiguda més gran en 6 mesos. En conjunt, aquestes dades suggereixen que les pressions inflacionistes de fons es van moderant de manera gradual.

El sector turístic va tancar la temporada d'estiu amb registres excel·lents. Durant el període juliol-setembre van arribar al país 29 milions de turistes estrangers que van gastar 38.597 milions d'euros, cosa que representa creixements del 12,9% i del 19,4% interanual, respectivament. Respecte dels nivells pre-pandèmia, l'arribada de turistes supera en un 0,7% la xifra del 2019, mentre que la despesa se situa un 16,0% per damunt. Les pernoctacions en allotjaments turístics se situen un 0,5% per damunt de les de l'estiu del 2019: el turisme internacional va

continuar millorant i va assolir un nivell de pernoctacions només un 1,5% inferior, mentre que el turisme domèstic va arribar a un volum un 3,7% superior.

L'especialització sectorial penalitza la productivitat de l'economia espanyola. La productivitat del treball a Espanya va augmentar un 9,3% entre 2010 i 2019 (un 1,0% anual de mitjana). Tanmateix, tant el nivell de la productivitat com el seu ritme de creixement segueixen sent modestos en comparació amb altres països de la zona de l'euro. A Alemanya, l'augment de la productivitat en aquest període va ser del 16,7%, de manera que el diferencial de productivitat d'Espanya respecte d'Alemanya s'ha deteriorat: si el 2010 la productivitat a Espanya era un 23,4% inferior a l'alemanya, el 2019 aquest diferencial va arribar fins al 28,2%. Si descomponem el diferencial de la productivitat entre Espanya i Alemanya el 2019 entre (i) la diferència de la productivitat dins de cada sector (marge intensiu) i (ii) la diferència en el pes dels diferents sectors d'activitat (marge extensiu), observem que gran part de la diferència s'explica per la menor productivitat de la major part dels sectors d'activitat espanyols (les úniques excepcions són l'hostaleria, el transport i la logística, i el subministrament d'energia, sectors en els que la productivitat laboral a Espanya és superior a l'alemanya). Així i tot, el pes relatiu dels diferents sectors d'activitat també hi juga un paper rellevant: expliquen el 29% del diferencial de productivitat entre ambdós països.

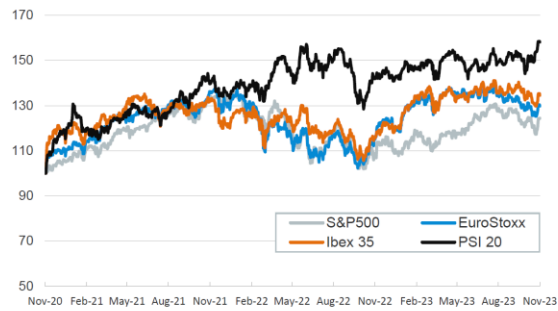
Oriol Aspachs
Novembre de 2023

Amb la col·laboració de:

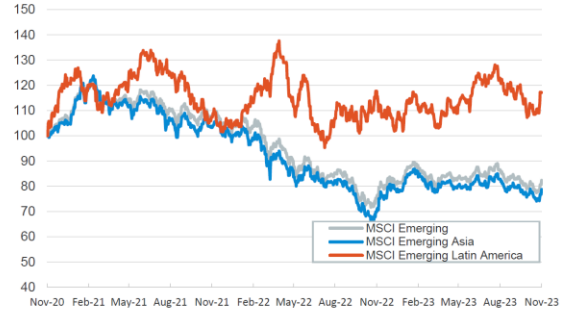


Main advanced stock markets

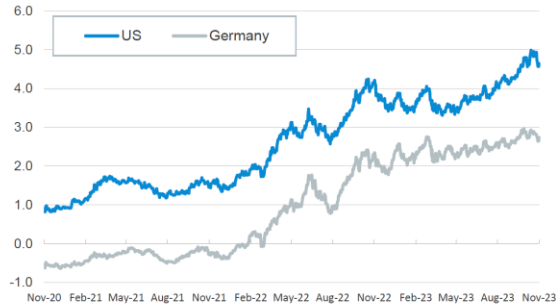
Index (100=Three years ago)


Emerging economies stock markets

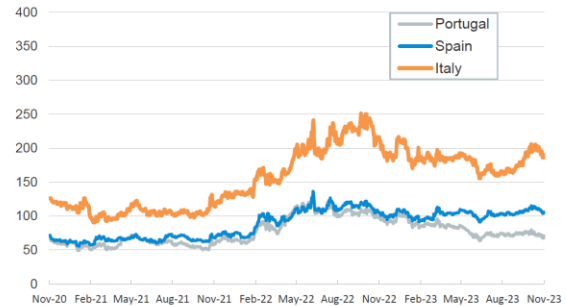
Index (100=Three years ago)


Yield on 10-year public debt: U.S. and Germany

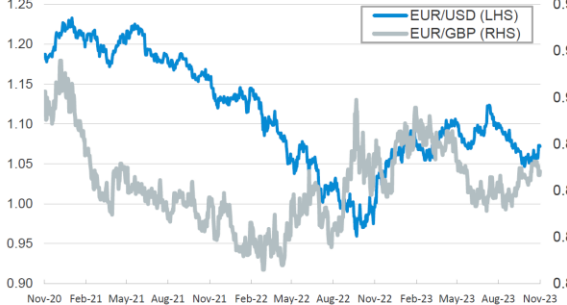
(%)


Risk Premium on 10-year debt: Italy, Spain, and Portugal

(basis points)


Exchange rate: Advanced-economy currencies

(Dollars per euro)


Exchange rate: Emerging economies Index

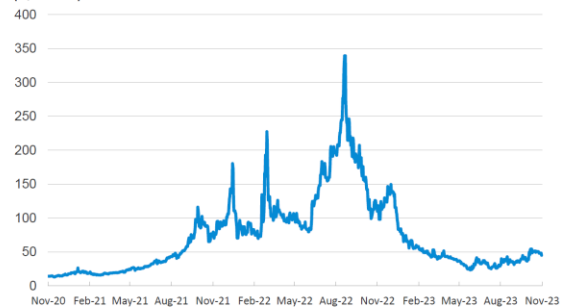
Index (100=Three years ago)


Brent oil price

(US\$/barrel)

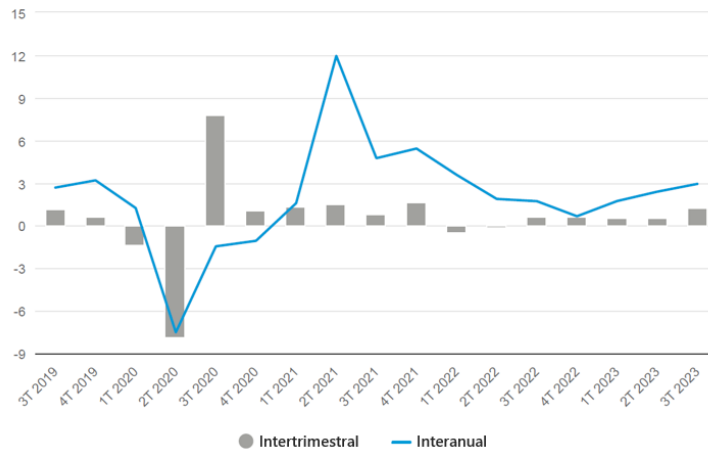

Dutch TTF Natural gas price

(€/MWh)



Estats Units: PIB

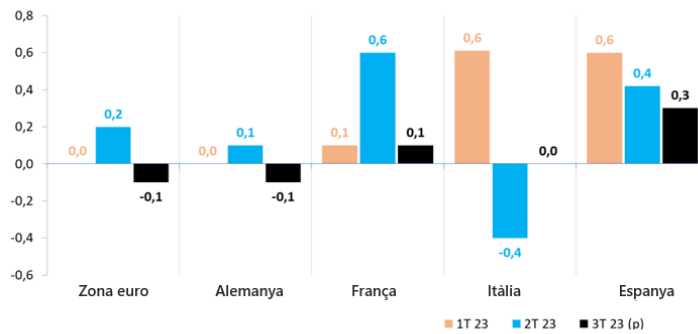
Variació (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades del BEA.

Evolució del PIB

Variació (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat. (p) Dades preliminars.

Zona euro i Estats Units: PMI compost

Nivell

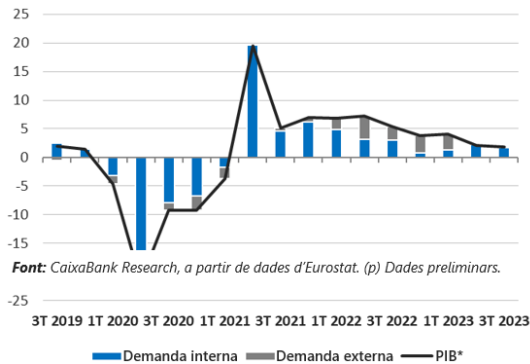


Nota: Les dades de l'últim mes corresponen a l'estimació 'flash'.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Markit.

Espanya: PIB

Contribució al creixement interanual (p. p.)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat. (p) Dades preliminars.

3T 2019 1T 2020 3T 2020 1T 2021 3T 2021 1T 2022 3T 2022 1T 2023 3T 2023

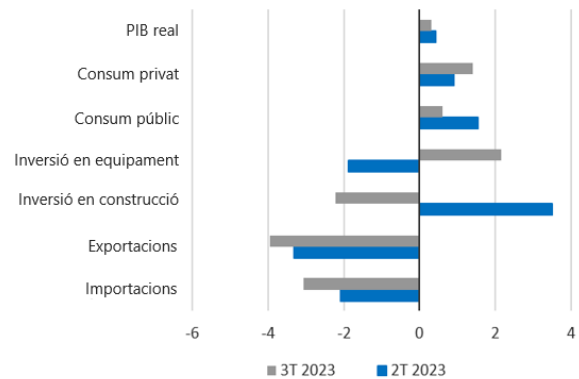
■ Demanda interna ■ Demanda externa — PIB*

Nota: *Variació interanual (%).

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.

Espanya: components de la demanda

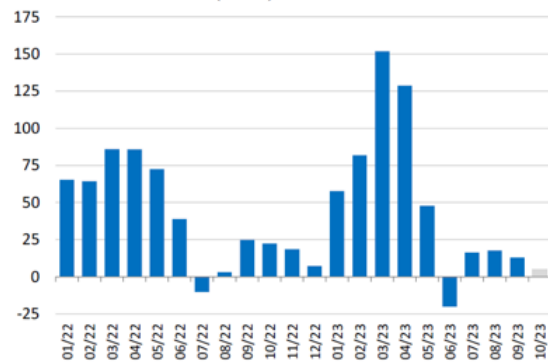
Variació intertrimestral (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.

Espanya: afiliats a la Seguretat Social

Intermensual (milers)*

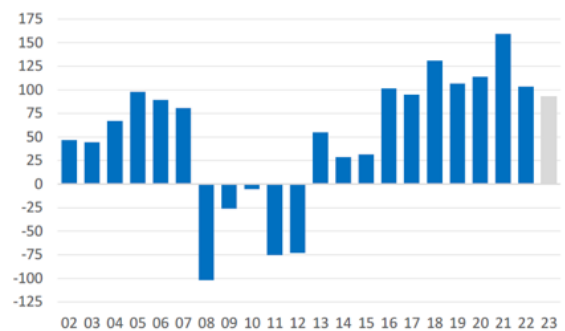


Nota: *Dades desestacionalitzades.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades del MISSM.

Espanya: Variació mensual d'afiliats a l'octubre

Milers

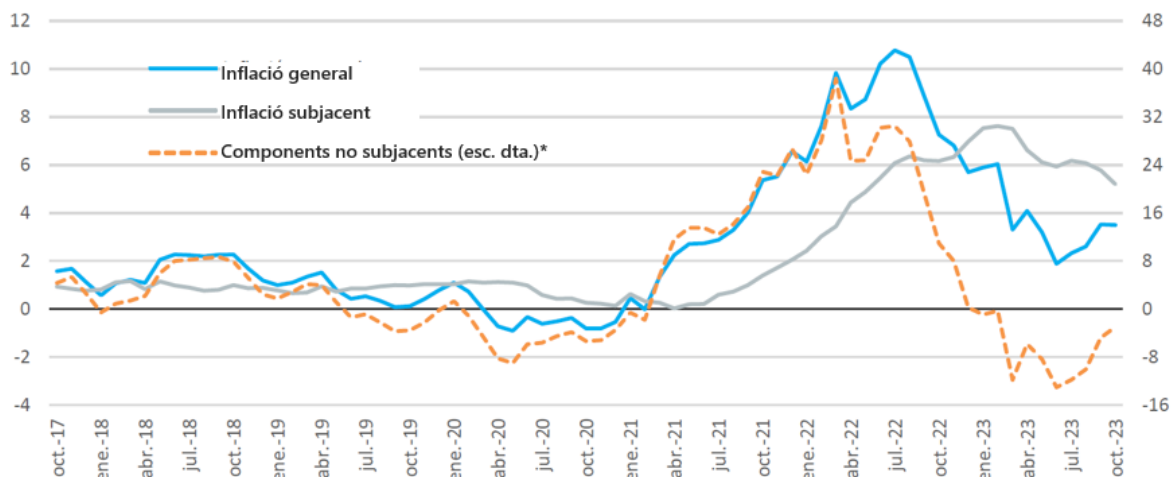


Nota: Dades sense desestacionalitzar.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades del MITES.

Evolució de l'IPC

Variació interanual (%)

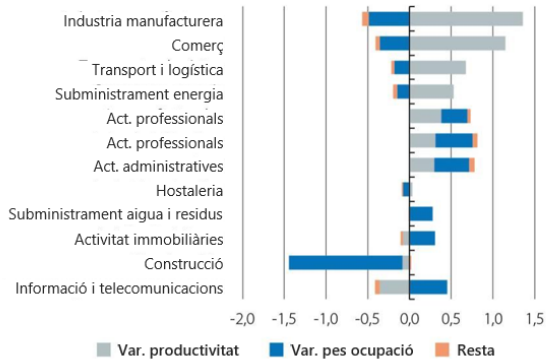


Nota: *Agregat d'aliments no elaborats i productes energètics. Es calcula descomptant el component subjacent de l'IPC.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.

Contribució de cada factor i sector a l'increment de productivitat total entre 2010 i 2019

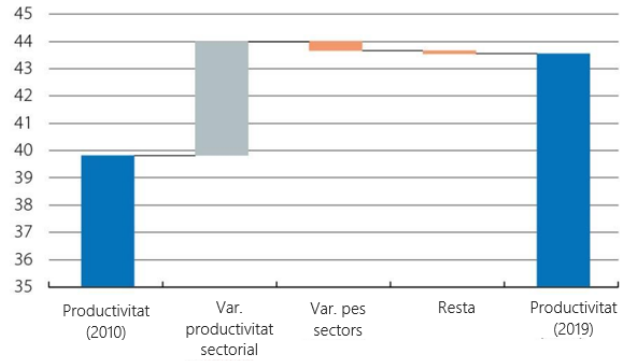
(p. p.)



Nota: L'increment de productivitat entre 2010 i 2019 va ser del 9,3%. Aquest gràfic mostra la contribució de cada factor i sector d'activitat a aquesta variació.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.

Espanya: descomposició de l'increment de la productivitat entre 2010 i 2019

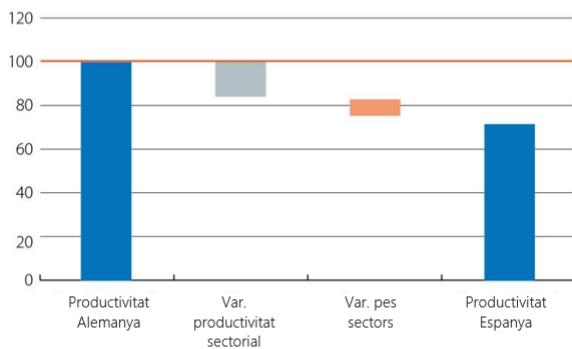
(Euros per treballador)



Nota: Es descompon l'increment de la productivitat entre 2010 i 2019 entre (1) la variació de la productivitat dins de cada sector (marge intensiu) i (2) la variació del pes dels diferents sectors d'activitat (marge extensiu).
Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.

Espanya i Alemanya: descomposició del diferencial de productivitat entre el 2019

(Euros per treballador, Alemanya = 100)



Nota: Es descompon l'increment de la productivitat entre 2010 i 2019 entre (1) la variació de la productivitat dins de cada sector (marge intensiu) i (2) la variació del pes dels diferents sectors d'activitat (marge extensiu).
Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.

Consum en el conjunt d'Espanya

Despesa i reintegraments amb targetes emeses per CaixaBank i despesa d'estrangers en TPV CaixaBank*

Variació interanual	2T 2023	3T 2023	jun-23	jul-23	ago-23	sep-23	oct-23	1/10-7/10	8/10-14/10	15/10-21/10	22/10-31/10
Targetes espanyoles	5.0%	5.5%	3.3%	5.5%	5.0%	6.0%	3.8%	4.1%	3.6%	4.5%	3.2%
Consum presencial (excl. reint.)	6.6%	7.9%	4.4%	7.6%	7.4%	8.7%	5.2%	6.1%	7.9%	6.6%	1.8%
Béns de primera necessitat	18%	17%	14%	17%	18%	16%	11%	13%	13%	12%	7.9%
Retail	1.6%	3.0%	3.4%	6.9%	0.3%	1.2%	-4.4%	-10%	-4.9%	0.8%	-3.2%
Béns de primera necessitat	-13%	-4.8%	-17%	-10%	-2.8%	-1.0%	1.0%	2.7%	3.0%	1.4%	-2.0%
Oci i restauració	12%	12%	10%	12%	10%	15%	4.1%	13%	15%	5.2%	-10%
Turisme (allotjament, agències, etc.)	1.1%	-0.2%	-5.1%	1.3%	-2.3%	1.0%	-1.8%	0.9%	16%	-0.6%	-17%
Reintegraments	0.1%	-2.9%	0.5%	-3.1%	-2.8%	-2.7%	-3.9%	-4.4%	-5.5%	-4.7%	-2.2%
e-commerce	8.4%	12%	5.0%	13%	10%	12%	12%	14%	5.0%	10%	17%
Targetes estrangeres	18%	13%	13%	13%	11%	17%	19%	22%	17%	19%	19%
Consum presencial (excl. reint.)	18%	12%	13%	11%	10%	16%	18%	20%	16%	17%	17%
Reintegraments	-11%	-15%	-13%	-12%	-19%	-14%	-7.9%	-8.9%	-13%	-10%	-1.3%
e-commerce	26%	31%	22%	34%	27%	32%	37%	41%	30%	40%	38%
Total espanyoles i estrangeres	7.1%	7.1%	5.0%	7.0%	6.2%	8.0%	6.2%	6.8%	5.7%	7.0%	5.6%

*Nota: *En el cas de les targetes estrangeres s'inclouen els reintegraments en caixers de CaixaBank. S'exclouen els clients i TPV provinents o compartits amb Bankia.*

***La línia discontinua mostra la taxa interanual setmanal sense mitjana mòbil.*

Font: CaixaBank Research, a partir de dades internes de CaixaBank.